

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Setiap perusahaan bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Fama dan French (2001, dalam Naiborhu, 2014) menyatakan nilai perusahaan optimum dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan. Salah satu keputusan keuangan akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Ketika menentukan investasi pada asset tertentu, perusahaan harus mempertimbangkan sumber dana untuk investasi tersebut dan membuat kebijakan pendanaan. Saat manajer melakukan kebijakan pendanaan harus mempertimbangkan besarnya komposisi struktur modal internal dan eksternal.

Brigham dan Houston (2001, dalam Nasution, 2012) menyatakan keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Keputusan tentang struktur modal yang optimal dapat menyeimbangkan antara tingkat pengembalian dan resiko yang diterima. Saat penentuan struktur modal perusahaan, manajer dihadapkan pada kesulitan memutuskan sumber pendanaan untuk membiayai aktivitas bisnis dan ekspansi usaha.

Berdasarkan *Trade-off theory* yang dikemukakan Myers (2001), struktur modal optimal jika perusahaan dapat menggunakan hutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Sehingga esensi dari teori ini adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan hutang.

Teori Myers dan Majluf (1984) menyatakan struktur permodalan optimal berdasarkan *Pecking Order theory* yaitu perusahaan menentukan hirarki sumber dana dari biaya yang paling murah sampai pada biaya yang paling mahal. Hirarki tersebut adalah penggunaan dana internal, kemudian penggunaan hutang, dan pilihan terakhir adalah menerbitkan saham yang dianggap biayanya paling mahal. Sehingga dalam *Pecking Order theory* perusahaan cenderung megutamakan penggunaan dana internal untuk membiayai kegiatan bisnisnya karena biayanya paling murah dan mencegah resiko kebangkrutan karena tambahan hutang.

Perusahaan yang memiliki kesulitan keuangan mengakibatkan manajemen menghadapi dilema untuk memutuskan akan melakukan ekspansi (investasi baru dengan laba ditahan) atau membagikan deviden kepada para pemegang saham. Hussainey et al (2010, dalam Santoso dan Pratiwi, 2012) menyatakan bahwa kebijakan deviden adalah kebijakan ketika perusahaan mendistribusikan keuntungan sebagai deviden kepada para pemegang saham dan mempertahankan sebagian laba untuk diinvestasikan kembali dalam bisnis. Sehingga perusahaan perlu membuat keputusan yang tepat berapa proporsi EAT yang akan dibagikan sebagai deviden dan berapa proporsi laba ditahan.

Signaling Hypothesis theory menyatakan besarnya deviden yang dibagikan kepada pemegang saham tiap periodenya akan memberi sinyal tertentu bagi para pemegang saham. Kenaikan deviden memberikan sinyal bahwa harga saham perusahaan akan naik, sedangkan penurunan deviden akan mengakibatkan turunnya harga saham. Seringkali pemegang saham menafsirkan hal yang negatif tentang penurunan deviden. Namun belum tentu demikian, perusahaan sengaja menurunkan besarnya deviden karena perusahaan membutuhkan dana internal untuk membiayai proyek investasi

selanjutnya. Hal ini merupakan pertanda baik karena menandakan adanya pertumbuhan perusahaan, dan berharap nilai perusahaan akan meningkat.

Teori MM, *Irrelevance Theory* menyatakan bahwa besar kecilnya deviden tidak mempengaruhi nilai perusahaan sehingga deviden tidak relevan dengan asumsi : tidak adanya pajak, pasar modal adalah sempurna, tidak ada biaya emisi saham baru, dan laba perusahaan tiap periode dianggap konstan / tidak berubah.

Bird in Hand Theory menurut Gordon dan Lintner (1962) menyatakan pemegang saham lebih menyukai penerimaan deviden dibandingkan dengan capital gain. Deviden sifatnya lebih pasti dibandingkan dengan capital gain. Teori ini bertentangan dengan *Tax preference theory* (Brennan, 1970) yang menyatakan bahwa investor lebih memilih capital gain dibandingkan pembagian deviden karena dapat menunda pembayaran pajak. Pajak dalam deviden dibayarkan segera, sedangkan capital gain dibayarkan setelah saham berhasil terjual.

Teori *Dividend Clientele Effect* menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan deviden perusahaan. Para pemegang saham akan tertarik kepada perusahaan yang mengikuti kebijakan deviden yang terbaik sesuai dengan situasi khusus mereka. Demikian pula, perusahaan mungkin cenderung untuk menarik pemegang saham yang sesuai dengan kebijakan deviden yang ditetapkan perusahaan (Difah, 2011). Perusahaan yang membayar sejumlah besar pendapatan mereka sebagai deviden menarik pemegang saham yang lebih suka deviden yang tinggi. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi, dan sebaliknya. Apabila ada perbedaan pajak bagi individu, maka pemegang saham yang dikenai pajak

tinggi lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak dan lebih senang jika perusahaan menahan labanya. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai deviden yang besar.

Ditinjau dari teori struktur modal dan kebijakan deviden dapat diprediksikan sebagai berikut: apabila sebuah perusahaan cenderung menganut *Pecking Order theory* dalam penetapan struktur modalnya maka perusahaan tersebut akan lebih membuat proporsi laba ditahan yang besar dibandingkan yang akan dibagikan sebagai deviden. Sedangkan perusahaan yang menganut *Trade-off theory* dalam penetapan struktur modalnya akan cenderung memberikan jumlah deviden yang relative stabil dan meningkat kepada pemegang saham, sebab perusahaan lebih menyukai penggunaan hutang karena adanya penghematan pajak. Jika menganut *Irrelevance theory* perusahaan menganggap bahwa besar kecilnya deviden tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Dengan demikian perusahaan cenderung akan membagikan deviden apabila telah mampu mendanai seluruh proyek investasinya dan telah membayar kewajiban pada kreditur.

Berdasarkan teori struktur modal dan deviden yang telah diuraikan diatas, telah diketahui bahwa pembagian deviden dan laba ditahan diambil dari penghasilan bersih setelah pajak. Namun kebijakan deviden tiap perusahaan berbeda – beda tergantung pada teori yang dianut perusahaan. Sehingga kebijakan deviden ini menjadi masalah yang mengundang perdebatan karena terdapat berbagai macam pendapat dan pandangan.

Adanya dana internal atau *free cash flow* yang berlebih juga dapat menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Agar tidak terdapat *free cash flow* yang berlebih, perusahaan perlu membayar deviden yang tinggi agar tidak terjadi *overinvestment*. Beberapa

peneliti sebelumnya telah menguji faktor yang mempengaruhi besarnya hutang dan kebijakan deviden.

Penelitian Juhandi, Sudarma, Aisjah, dan Rofiaty (2013) menyatakan bahwa *free cash flow*, *growth*, berpengaruh signifikan positif pada *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan tidak signifikan, *debt to equity*, *financial risk* berpengaruh signifikan negative pada *dividend payout ratio*.

Penelitian Kim dan Rhim (2005) menganalisis hubungan simultan antara *debt*, *investment*, and *dividend policy*. Hasil penelitian ini adalah: *size*, *profitability*, dan *sales* signifikan positif, *investment*, *dividend*, *CR*, signifikan negatif pada *debt*. Selanjutnya *leverage*, *dividend*, *CR* signifikan negatif, *size*, dan *sales* signifikan positif pada *investment*. *Leverage*, *investment* dan *CR* signifikan negatif, *size*, *profitability*, signifikan positif pada *dividend*.

Penelitian Hong Vo dan Nguyen (2014) yang menganalisis hubungan simultan antara *managerial ownership*, *leverage*, and *dividend policies*. Variabel *managerial ownership* tidak signifikan dipengaruhi *growth*, *leverage*, dan *dividend payout ratio*, namun signifikan dipengaruhi oleh *free cash flow* dan *size*. Variabel *leverage* signifikan dipengaruhi oleh variabel *managerial ownership*, *dividend payout ratio*, *free cash flow*, *size*, dan *liquidity*. Variabel *dividend payout ratio* tidak signifikan dipengaruhi *growth*, namun signifikan dipengaruhi oleh *managerial ownership*, *leverage*, *return on asset*, dan *tangibility asset*.

Penelitian Al-Kuwari (2009) menunjukkan variable *ownership structure*, *size*, *profitability* berpengaruh positif dan signifikan, *debt to equity ratio* berpengaruh negative signifikan pada *dividend payout ratio*. Sedangkan *free cash flow*, resiko bisnis, dan tingkat perutmbuhan tidak signifikan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*.

Berdasarkan uraian terdahulu, dalam penelitian ini akan menguji bagaimana pengaruh faktor internal perusahaan (profitabilitas, *firm size*, *asset growth*, dan struktur aktiva) terhadap kebijakan struktur modal. Kemudian struktur modal bersama dengan faktor internal perusahaan (profitabilitas, *firm size*, *asset growth*, struktur aktiva, dan *free cash flow*) akan diuji pengaruhnya terhadap kebijakan deviden. Sampel yang diambil adalah 34 perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010 – 2013.

Perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel penelitian karena sektor industri manufaktur sangat berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Sejak awal tahun 1990-an hingga saat ini industri manufaktur mengambil alih pangsa PDB dari sektor primer.

1.2 Rumusan masalah

1. Apakah faktor internal perusahaan (profitabilitas, *asset growth*, *firm size*, dan struktur aktiva) berpengaruh pada struktur modal di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 – 2013?
2. Apakah faktor internal perusahaan (profitabilitas, *asset growth*, *firm size*, struktur aktiva, *free cash flow*) dan struktur modal berpengaruh pada kebijakan deviden di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 – 2013?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui apakah faktor internal perusahaan (profitabilitas, *asset growth*, *firm size*, dan struktur aktiva) berpengaruh pada struktur modal di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 – 2013
2. Untuk mengetahui apakah faktor internal perusahaan (profitabilitas, *asset growth*, *firm size*, struktur aktiva, *free cash flow*) dan struktur modal berpengaruh pada kebijakan deviden di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 – 2013.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Praktis

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terutama pemegang saham sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Selain itu penelitian ini dapat membantu para manajer perusahaan dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan dan kebijakan pembayaran deviden secara

optimal agar dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan para pemegang saham.

1.4.2 Manfaat Akademik

Penelitian ini bermanfaat bagi para mahasiswa yang akan melakukan penelitian selanjutnya tentang hubungan simultan faktor determinan yang mempengaruhi struktur modal dan kebijakan deviden. Di dalam penelitian ini diuraikan cara perusahaan dalam menetapkan kebijakan pembayaran deviden bagi para investornya, kemudian teori – teori struktur modal dan kebijakan deviden yang mendukung faktor - faktor yang mempengaruhi struktur modal dan kebijakan deviden. Hubungan antar variabel juga dijabarkan dan dijelaskan yang didasarkan pada teori yang dikemukakan oleh para ahli keuangan dan didukung oleh beberapa peneliti sebelumnya.